

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

— 新興国抜粋版 —

6

JUN. 2023

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management



経済

年後半にはアジアの高成長が一層際立つ

年後半に米国で景気後退の可能性が高まる中、インド・アセアンの高成長が一層際立つであろう。IMFの4月の世界経済見通しをみると、内需の強さを背景に、ASEANとインドの実質GDP成長率見通しは、少なくとも今後5年間高成長を維持する見込み。その他の地域では、2024年には利下げ期待が強い東欧・アフリカやブラジルにおいて、景気モメンタムが強まる見込み。

エルニーニョの可能性に注意

新興国の物価見通しに関しては、食品価格や原油価格がロシアのウクライナ侵攻開始時を下回る水準まで下落したことで、インフレ懸念の再燃を見込まない。ただ、足元エルニーニョ発生の可能性に注意が必要である。エルニーニョは一般的に南アジア、東アジア、北アメリカなどで干ばつ、ラテンアメリカでは降雨をもたらす。アジアの食品価格の上昇に繋がるかが当面の注目点になろう。

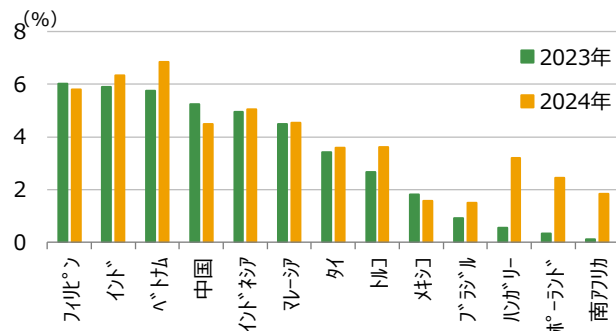
物価上昇圧力緩和で利上げ打ち止め増加

4月には主要新興国でインフレ率の低下傾向が強まった。インド、ブラジル、ベトナム、タイ等では、物価上昇率が中銀目標レンジに収まり、中国に関しては一部の市場参加者の中でデフレ懸念も浮上。インフレ低下で政策運営の柔軟性が高まり、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、メキシコ、ブラジル等は利上げが打ち止めの見込み。さらに今後1年以内の金融緩和に転じる期待も強まりそう。

インドの企業景況感指数は好調

世界的な景気減速が懸念される中、インドは引き続き強い内需に支えられ、相対的な高成長が続くと期待される。S&Pグローバル社が発表するPMIでは、発表元によると4月のサービス業が約13年ぶりの高水準を記録。中間層の拡大に伴い、個人消費の意欲は旺盛であることが示された。また、4月の製造業も4カ月ぶりの高水準となり、主要先進国への輸出減少で景況感悪化の中国と対照的となっている。

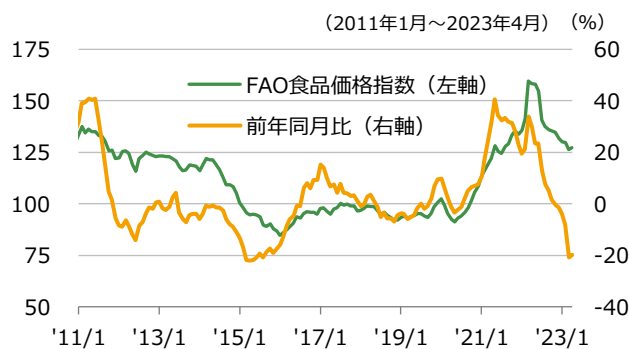
IMFによる主要新興国の実質GDP成長率の予測値



※インドは、当該年4月から翌年3月まで

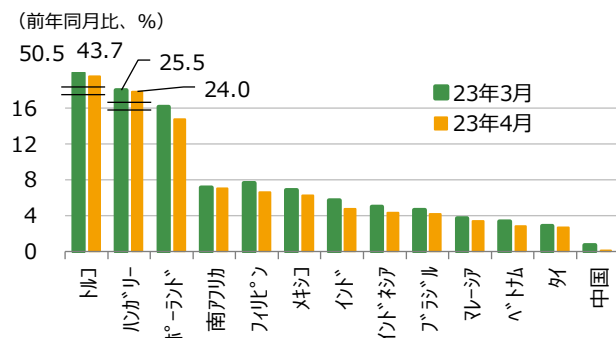
(出所) IMFの2023年4月世界経済見通し

世界の食品価格の状況



(出所) FAO (国連食糧農業機関) より大和アセット作成

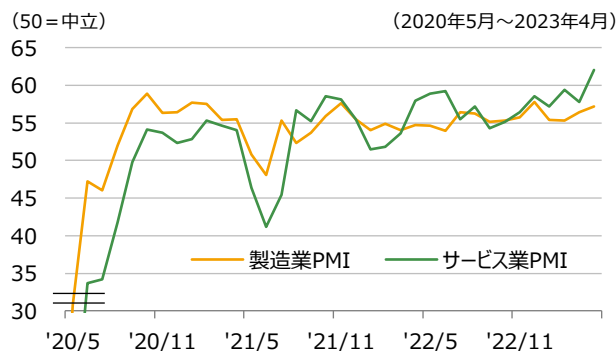
主要新興国の直近のインフレ動向



※マレーシアと南アフリカはそれぞれ2月と3月のデータを掲載

(出所) ブルームバーグ

インドの企業景況感指数



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



株式

ウクライナでの対立緩和を先取りか

直近1カ月の新興国株式は、米国対比でまちまちな動き。株価が下落したのは、中国の景気回復のモメンタム鈍化を受け、中国及び中国と経済的な繋がりが深いとみられるタイや韓国、マレーシア等。一方、内需主導のインドとフィリピンは上昇。また、東欧地域が3月中旬以降大幅に反発したが、ウクライナ情勢での対立緩和を先取りしている可能性があり、中国景気、米中摩擦に並ぶ重要テーマになる。

中期的には米ドル安が新興国株を支える

足元は米国の金融不安や利上げ継続懸念が米ドル高をもたらしているが、中期的には米国の利上げ停止や利下げ転換期待が米ドル安に繋がるとの見方は根強い。今後米ドル安が進行すれば、新興国株式のバリュエーションの切り上げに作用しやすい。特に、足元の新興国株式のバリュエーションが割安なこともあり、切り上げの余地はあると考えられる。

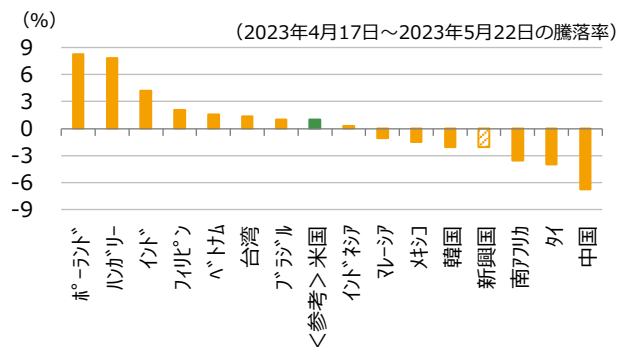
予想EPSやPERではASEANに上昇余地

新興国の国別のバリュエーション（PER）をみると、主要な国は軒並み過去5年平均以下の水準にあり、割安感がある。また、フィリピンやマレーシア、タイは景気見通しが良好のため、EPSの上方修正余地も比較的大きいと考えられる。グローバル・アセットアロケーションで各国の予想EPSやPERで比較する場合には、相対的にASEANに上昇余地があることが示唆される。

堅調なインド株に上昇余地があると予想

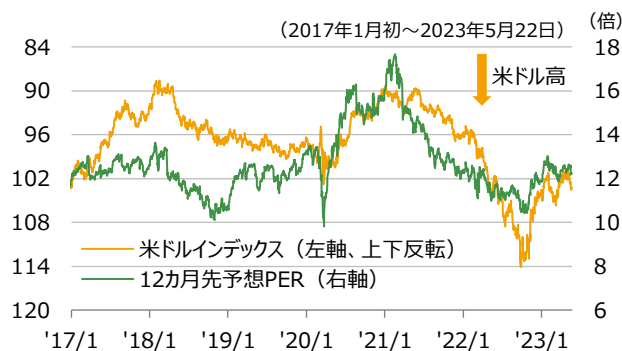
足元の株価上昇にも拘らず、インド株価指数のバリュエーション（予想PER）は過去5年の平均程度に留まり、割高感は見当たらないと言える。年初来業績下方修正のセクターが多かったが、足元の決算では市場予想を上回るものが多く、株価上昇に繋がった。特に、米中小銀行を顧客とするIT銘柄の収益減が懸念されたが、想定を上回る決算となり、外需関連を除き、業績下方修正が一巡との見方もある。

直近1カ月の新興国株式市場の騰落率（現地通貨）



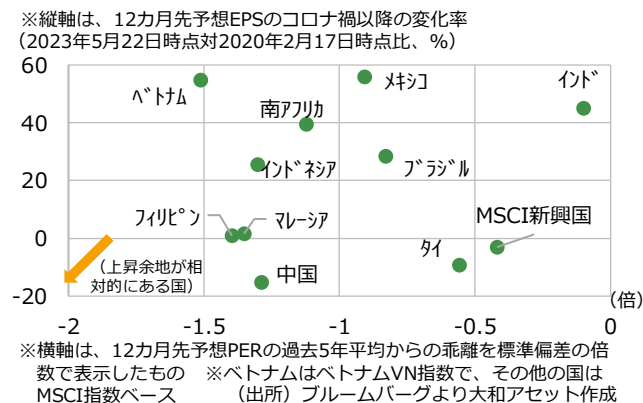
※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

米ドル指数と新興国株のバリュエーション

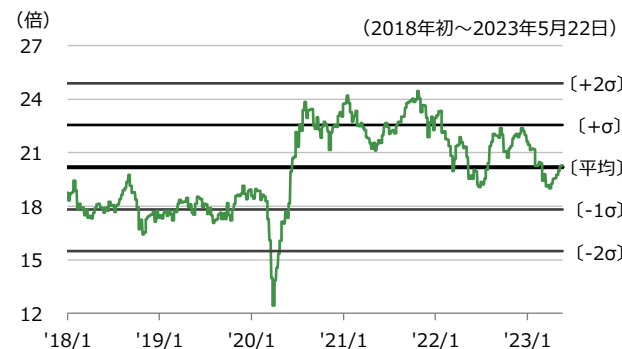


※PERはMSCI新興国指数ベース
(出所) リフィニティブ、ブルームバーグより大和アセット作成

主要新興国の12カ月先予想EPSおよびPER



インド株の予想PER (MSCIインド指数)



※12カ月先PERを掲載 ※平均と標準偏差 (σ) は過去5年から算出
(出所) リフィニティブより大和アセット作成



為替

持続的な新興国通貨安は見込まず

直近1カ月間は、中国の景気モメンタムの鈍化を受け、アジア通貨、資源国通貨等が減価。南アフリカはロシア絡みで制裁リスクが高まり、特に売られた。一方、メキシコ・ペソは高値警戒感があるにも拘らず、米中摩擦の恩恵を受ける期待等で、2カ月連続で通貨高が進んだ。今後は米金融政策の動向が注目されようが、米国で利上げ停止期待や利下げ転換の蓋然性が高まれば、新興国通貨は買われよう。

外部環境悪化による資金流出は限定的

米政府の債務上限問題や、欧米銀行の信用不安の中でも、新興国からの大幅な資金の引き揚げはみられていない。中国やブラジルを除いて、2020年のパンデミック以降、外国人投資家の資金流入は限定的だったため、売り手が少ないと考えられる。そのため、今後外部環境が一段と悪化する場面でも、新興国通貨が大幅に売られる可能性は低いと見込む。

経常収支悪化の国に当面注意が必要

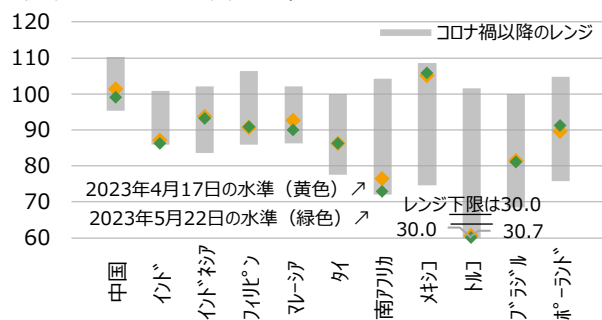
原油先物価格が70米ドル/バレル近辺まで低下して推移する中、輸入に依存するインドやフィリピン、ポーランドなどでは貿易赤字の減少で経常収支の改善が見込まれる。また、タイやベトナムなどでは観光業の回復を受け、経常収支も徐々に上向くと予想。一方で、南アフリカとトルコの経常赤字が拡大傾向を強めており、リスク回避の流れの中で売られやすい通貨として注意が必要。

人民元との高相関はタイ、南ア等に限る

コロナ以降の新興国通貨為替レート（対米ドル）と人民元および主要先進国通貨の相関を計算すると、東欧・アフリカの通貨とユーロの相関が際立って高く、一般的な認識と一致。一方で、タイは人民元およびユーロとの相関が高く、海外情勢に影響されやすい通貨に姿を変えた。今後、一段の元安が進む場合、連れて売られやすいのはタイ、マレーシア、南アフリカなどに留まると予想。

新興国通貨のコロナ後のレンジと直近1カ月の変化

（対米ドルレート、2019年末=100）



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

新興国市場への海外マネーの流入（株+債券）

（億米ドル）（2020年1月27日～2023年5月16日）

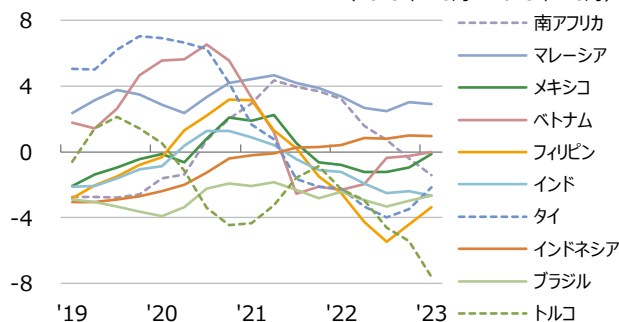


※累積ベース

（出所）IIFより大和アセット作成

主要新興国の経常収支

（経常収支/GDP比、%）（2019年1-3月～2023年1-3月）



※4四半期の移動平均を計算したもの

（出所）CEICより大和アセット作成

新興国通貨と人民元、主要先進国通貨との相関

（2020年1月初～2023年5月22日）

	インド	インドネシア	フィリピン	タイ	マレーシア
日本円	0.07	0.10	0.07	0.35	0.12
ユーロ	0.21	0.19	0.11	0.46	0.21
中国人民元	0.26	0.25	0.18	0.47	0.38
	ポーランド	ブラジル	メキシコ	トルコ	南アフリカ
日本円	0.35	0.07	0.10	0.03	0.19
ユーロ	0.83	0.23	0.34	-0.14	0.44
中国人民元	0.36	0.15	0.20	-0.09	0.33

※対米ドルレートの相関

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。
- 当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

ABS：資産担保証券、ADR：米国預託証券、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、ECDC：欧州疾病予防管理センター、EIA：米国エネルギー情報局、EPS：1株当たり利益、ESM：欧州安定メカニズム、EU：欧州連合、FCC：米国連邦通信委員会、FDIC：米国連邦預金保険公社、FF：フェデラル・ファンズ、EVFTA：EUベトナム自由貿易協定、FDA：米国食品医薬品局、FHFA：米国連邦住宅金融庁、FOMC：米国連邦公開市場委員会、FRB：米国連邦準備制度理事会、FTA：自由貿易協定、GDP：国内総生産、HHS：米国保健福祉省、HICP：調和消費者物価指数（EU基準など）、IEA：国際エネルギー機関、IIF：国際金融協会、IMF：国際通貨基金、IOC：国際オリンピック委員会、IPEF：インド太平洋経済枠組み、IPO：新規株式公開、ISM：米国サプライマネジメント協会、JOLTS：米国求人労働異動調査、LNG：液化天然ガス、LPR：最優遇貸出金利、MBS：住宅ローン担保証券、MLF：中期貸出ファシリティ、NBER：全米経済研究所、OECD：経済協力開発機構、OPEC：石油輸出国機構、PBR：株価純資産倍率、PCE：個人消費支出、PER：株価収益率、PMI：購買担当者景気指数（特に断りのない場合はS&Pグローバル社発表のもの）、PPI：生産者物価指数、PPP：購買力平価、PSL：担保付補完貸出、QE：量的緩和、QT：量的引き締め、RBA：豪州準備銀行、RCEP：東アジア地域包括的経済連携、SDR：特別引出権、SWIFT：国際銀行間通信協会、TOPIX：東証株価指数、TPP：環太平洋パートナーシップ協定、USMCA：米国・メキシコ・カナダ協定、USTR：米国通商代表部、WGBI：世界国債インデックス、VIX：ボラティリティ指数、WHO：世界保健機関、YCC：イールドカーブ・コントロール

※当資料は原則として2023年5月22日までの情報に基づき作成しておりますが、一部その後の情報を含む場合があります。
（発行日：2023年5月26日）